

## KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN NILAI PERUSAHAAN

Adi Kuswanto

Program Pasca Sarjana Ekonomi Universitas Gunadarma  
Jl. Margonda Raya No. 100 Depok 16424  
kuswanto@staff.gunadarma.ac.id

### ABSTRAK

*Kepemilikan saham oleh manajer dan nilai perusahaan dapat memiliki hubungan linear dan bukan linier. Hubungan bukan linear ini terjadi sebagai akibat dari managerial alignment dan entrenchment. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji kembali managerial alignment dan entrenchment tersebut. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1997 sampai 2003 sebanyak 137 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai perusahaan meningkat dan kemudian nilai perusahaan menurun seiring dengan kepemilikan saham oleh manajer yang terus meningkat.*

*Kata Kunci: Kepemilikan manajerial, nilai perusahaan*

### PENDAHULUAN

Krisis ekonomi yang terjadi pada akhir tahun 1997 telah menjadikan kegiatan perekonomian hampir seluruh dunia terpuruk tidak terkecuali Indonesia yang telah menikmati tingkat pertumbuhan yang cukup tinggi sebelum krisis. Hal ini menjadikan salah satu masalah pokok dalam reformasi ekonomi adalah pengelolaan pemerintah dan perusahaan. *The World Bank* (1998) menyatakan bahwa krisis ekonomi yang terjadi disebabkan oleh kerapuhan sektor lembaga keuangan dan perusahaan.

Sebagian besar perusahaan Indonesia memiliki karakteristik yang mencakup perusahaan dengan tingkat hutang jangka panjang yang tinggi, perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, dan sering merugikan pemegang saham minoritas. Hal ini juga diperburuk dengan kondisi penegakan hukum yang masih lemah.

Masalah pengelolaan pemerintah berasal dari pemisahan antara manajemen dengan kepemilikan. Manajer sebagai pengelola perusahaan adalah pihak yang disewa oleh pemilik dengan kompensasi tertentu

agar dapat bekerja mengelola perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik. Jika dalam suatu perusahaan, manajer merupakan pemilik sepenuhnya, maka masalah agensi tidak ada, karena manajer perusahaan akan berusaha untuk melakukan investasi yang memberikan kemakmuran yang maksimal bagi dirinya.

Dalam kenyataan jarang sekali ditemukan perusahaan yang dikelola oleh pemilik, karena kesibukan atau ketidakmampuan dalam mengelola perusahaan. Hal ini mengharuskan pemilik menyewa pihak lain sebagai

pengelola, sehingga tujuan perusahaan tidak dapat dicapai dengan mudah seperti dalam paradigma klasik (maksimisasi kemakmuran pemegang saham) sebagai akibat dari pengaruh manajer dan perilakunya terhadap kinerja perusahaan. Pengaruh perilaku manajer perusahaan terhadap kinerja perusahaan telah dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) yakni hubungan antara tingkat kepemilikan saham oleh manajer, keputusan investasi oleh manajer dengan nilai perusahaan yang diprosikan dengan Tobins'q.

Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), McConnel dan Servaes, (1990), dan Hermalin dan Weisbach (1991) menemukan hubungan bukan linear antara nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial. Mereka membuktikan bahwa nilai perusahaan meningkat seiring dengan kepemilikan manajerial pada tingkat kepemilikan tertentu setelah dominasi perilaku *entrenchment*, dan kemudian nilai perusahaan menurun. Morck, Shleifer, dan Vishny (1988), dan

Hermalin dan Weisbach (1991) mendokumentasikan perubahan lebih lanjut terhadap hubungan nilai perusahaan dengan kepemilikan manajerial pada tingkat kepemilikan saham yang tinggi.

Penelitian ini bertujuan untuk mengusulkan struktur alternatif hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajer pada tingkat persentase tertentu (ketika disiplin pasar eksternal tidak efektif) menyebabkan perubahan dalam perilaku manajer terhadap *alignment* dan *entrenchment*.

#### Tinjauan Pustaka

Supremasi korporasi (*Corporate governance*) adalah cara yang digunakan oleh pemegang saham untuk mengawasi perilaku manajer dalam mengelola perusahaan agar dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) pertama kali menyatakan bahwa bagian kepemilikan perusahaan oleh manajer mendorong manajer untuk mengurangi konsumsi pribadi.

Namun penelitian empiris menunjukkan hasil yang bertentangan dengan hasil dari Jensen dan Meckling (1976). Penelitian pertama dilakukan oleh Demzets dan Lehn (1985) dengan membuat model hubungan linear antara kinerja perusahaan (laju keuntungan akunting) dengan konsentrasi kepemilikan dan memberikan hasil yang tidak sesuai dengan yang diharapkan.

Morck dkk. (1988) mendokumentasikan hubungan bukan linear antara kepemilikan dengan nilai perusahaan untuk sampel 371 perusahaan. Penemuan mereka menunjukkan kepemilikan pada tingkat 0% sampai 5% berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan berpengaruh negatif untuk tingkat kepemilikan antara 5% sampai 25%. Perubahan tanda ini menunjukkan *managerial entrenchment*, jika mereka memperoleh kekuasaan yang cukup untuk mencapai tujuan / kepentingan mereka pribadi dengan mengorbankan nilai pemegang saham lainnya. Seiring dengan peningkatan kepemilikan saham



oleh manajer, maka kepentingan manajer akan sama dengan kepentingan para pemegang saham lainnya, tapi perilaku manajer masih didominasi oleh *entrenchment*.

Pada tingkat kepemilikan di atas 25%, Morck dkk. (1988) menemukan bahwa *alignment* menjadi menonjol dan peningkatan persentase kepemilikan berhubungan dengan peningkatan nilai perusahaan.

Temuan McConnel dan Sarvaes (1990) mendukung temuan Morck dkk. (1988). Dengan menggunakan sampel yang lebih besar dan lebih bervariasi, mereka melaporkan hubungan kuadratik antara kepemilikan saham oleh manajer dan nilai perusahaan. Ketika persentase kepemilikan saham oleh manajer meningkat, maka nilai perusahaan juga meningkat. Namun demikian, kepemilikan saham oleh manajer lebih dari 50%, nilai perusahaan menjadi menurun. Mereka menginterpretasikan bahwa pada awalnya manajer memiliki motivasi untuk meningkatkan nilai perusahaan seiring dengan kenaikan kepe-

milikan saham oleh manajer, tapi pada tingkat kepemilikan yang lebih tinggi, perilaku manajer berubah untuk lebih mengutamakan kepentingannya sendiri (*entrenchment*).

Cho (1998) memperkuat argumen dari Demzets dan Lehn (1985) dengan menguji ketergantungan antara kepemilikan manajerial, investasi dan nilai perusahaan. Pada awalnya, Cho (1998) melaporkan hubungan bukan monotonik yang sama antara kepemilikan dan nilai perusahaan seperti yang dikemukakan oleh Morck dkk. (1988). Selanjutnya dia menemukan hubungan yang sama antara tingkat kepemilikan dan investasi yang menyarankan bahwa struktur kepemilikan memengaruhi investasi dan selanjutnya memengaruhi nilai perusahaan. Cho (1998) menyimpulkan bahwa manajer pada perusahaan dengan nilai Tobins'q yang tinggi atau dengan peluang investasi yang lebih baik cenderung mempertahankan bagian saham yang lebih tinggi. Namun demikian dia tidak menemukan bukti menge-

nai pengaruh kepemilikan manajer terhadap investasi ataupun nilai perusahaan.

Short dan Keasey (1999), dan Faccio dan Lasfer (1999) dengan sampel perusahaan di Inggris menggunakan spesifikasi kubik untuk memodelkan hubungan nilai perusahaan dengan kepemilikan saham oleh manajer. Mereka melaporkan bentuk fungsi bukan linear yang signifikan yang sama dengan Morck dkk. (1988). Secara spesifik, Short dan Keasey (1999) mendokumentasikan titik balik 12,99 persen dan 41,99 persen. Faccio dan Lasfer (1999) mendokumentasikan titik balik pada kepemilikan 19,68 persen dan 54,12 persen.

#### Metode Penelitian.

#### Sampel Penelitian.

Perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1997 sampai 2003. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan kriteria antara lain laporan keuangan

berturut-turut tersedia selama periode tersebut, perusahaan dengan kepemilikan manajer, dan data pencilaan dikeluarkan dari analisis dengan kriteria 2 deviasi standar. Berdasarkan kriteria tersebut, penelitian ini dapat mengumpulkan sampel sebanyak 137 perusahaan.

### Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data mengenai kepemilikan saham oleh manajer dan nilai perusahaan bersumber dari buku *Indonesian Capital Market Directory*.

### Variabel Penelitian.

Variabel dalam penelitian ini adalah variabel kepemilikan saham oleh manajer dan nilai perusahaan. Definisi operasional masing-masing variabel sebagai berikut:

1. Kepemilikan saham oleh manajer adalah persentase saham yang dimiliki oleh manajer (KM)

2. Nilai perusahaan diprosikan dengan Tobins'q dengan rumus dari Chung dan Pruitt (1994):

$$\text{Tobins' } q = \frac{\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}}{\text{TA}}$$

keterangan:

$$\text{Tobins' } q = \beta_0 + \beta_1 \text{ KM} + \beta_2 \text{ KM}^2 + \beta_3 \text{ KM}^3$$

MVE : Hasil kali antara harga pasar dari saham dengan jumlah saham biasa

PS : Nilai likuidasi dari saham preferen

DEBT : Nilai kewajiban jangka pendek ditambah dengan kewajiban jangka panjang

TA : Nilai buku dari total asset.

### Metode Analisis Data.

Untuk mengetahui perilaku manajer terhadap *alignment* dan *entrenchment*, digunakan fungsi kubik sebagai berikut:

## PEMBAHASAN

### Statistik Deskripti

Hasil perhitungan terhadap nilai perusahaan dan kepemilikan saham oleh manajer selama periode penelitian disajikan pada Tabel 1. yang menunjukkan bahwa variabel kepemilikan saham

oleh manajer memiliki nilai minimum sebesar 0,01 persen, nilai maksimum sebesar 18,35 persen, nilai rata-rata sebesar 3,9617 persen, dan deviasi standar sebesar 5,23883 persen. Variabel nilai perusahaan memiliki nilai minimum sebesar

0,35 persen, nilai maksimum sebesar 6,96 persen, nilai rata-rata sebesar 1,3184 persen, dan deviasi standar sebesar 1,10421 persen



Tabel 1.

## Nilai Perusahaan Dan Kepemilikan Saham

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
KM	137	0,01	18,35	3,9617	5,23883
Tobins'q	137	0,35	6,96	1,3184	1,10421
Valid N (listwise)	137				

## Uji Jenis Fungsi

Hasil uji jenis fungsi antara variabel nilai perusahaan dan kepemilikan saham oleh manajer selama periode penelitian disajikan pada Tabel 2. Tabel 2

menunjukkan nilai signifikansi hubungan antara variabel nilai perusahaan dan kepemilikan saham oleh manajer untuk fungsi linear dan kuadrat berturut-turut sebesar 0,299 dan 0,283. Hal ini

berarti kedua jenis fungsi ini tidak menunjukkan hubungan antara kedua variabel, sehingga kedua variabel bukan berjenis linear ataupun kuadrat.

Tabel 2.  
Uji Jenis Fungsi

Independen: KM							
Dependen Mth	d.f.	F	Sig	b0	b1	b2	b3
Q LIN	135	1,09	0,299	1,3930	-0,0188		
Q QUA	134	1,27	0,283	1,3061	0,0487	-0,0042	
Q CUB	133	3,45	0,019	1,0992	0,4122	-0,0704	0,0027

Nilai signifikansi hubungan antara variabel nilai perusahaan dan kepemilikan saham oleh manajer untuk fungsi kubik sebesar 0,019. Hal ini berarti jenis fungsi ini menunjukkan hubungan antara kedua variabel, sehingga kedua variabel berjenis kubik.

## Analisis Data

Hasil regression dengan menggunakan SPSS 11 disajikan dalam Tabel. 3.

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai beta untuk variabel KM adalah 0,412 dengan tingkat signifikansi 1%, variabel  $KM^2$  adalah -0,07043 dengan tingkat signifikansi 1%, dan variabel

$KM^3$  adalah 0,002652 dengan tingkat signifikansi 1%. Nilai F hitung sebesar 3,449 dengan tingkat signifikan 5%. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0,072 dan nilai koefisien determinasi yang disesuaikan ( $Adj R^2$ ) sebesar 0,051.

Tabel 3.

Hasil Persamaan Regresi dengan Variabel Terikat Nilai Perusahaan

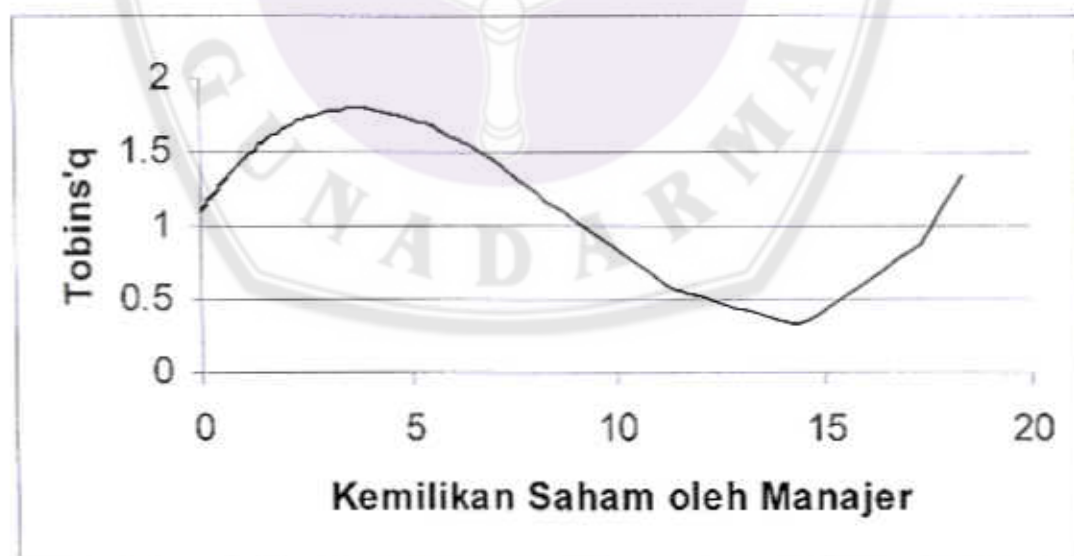
	Koefisien Tidak Standar	Koefisien Standar	t	Sig.
Konstanta	1,099		7,122	0,000
KM	0,412	1,956	2,878	0,005
KM <sup>2</sup>	-0,07043	-5,634	-2,916	0,004
KM <sup>3</sup>	0,002652	3,701	2,769	0,006

Variabel Dependent: Tobins'q

F Statistik	3,449
R <sup>2</sup>	0,072
Adjusted R <sup>2</sup>	0,051
N	137

Dengan demikian maka persamaan kubik untuk kedua variabel dapat dirumuskan seperti berikut, dan grafik dari persamaan kubik yang diperoleh dapat dilihat pada Gambar 1.

$$Q = 1,099 + 0,412 \text{ KM} - 0,07043 \text{ KM}^2 + 0,002652 \text{ KM}^3$$



Gambar 1. Fungsi Kubik antara Kepemilikan Saham dan Nilai Perusahaan



Gambar 1 menunjukkan bahwa titik maksimum dari nilai perusahaan sebesar 1,7922 pada tingkat kepemilikan saham oleh manajer sebesar 3,93% dan titik minimum dari nilai perusahaan sebesar 0,3447 pada tingkat kepemilikan saham oleh manajer sebesar 14,25%.

Kepemilikan saham oleh manajer sampai pada tingkat 3,93%, maka nilai perusahaan meningkat sampai pada tingkat 1,7922 dan kepemilikan saham oleh manajer lebih dari 3,93% sampai 14,25%, maka nilai menurun sampai pada tingkat terendah sebesar 0,3447%. Akhirnya tingkat kepemilikan saham oleh manajer lebih dari 14,25-18,35%, nilai perusahaan meningkat lagi.

Hal ini berarti bahwa kepemilikan saham oleh manajer sampai dengan tingkat 3,93 persen, manajer berusaha untuk menyamakan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham. Kepemilikan saham oleh manajer antara 3,93 sampai dengan 14,25%, manajer posisinya menjadi lebih kuat, sehingga berusaha lebih mengutamakan

kepentingannya dibandingkan dengan para pemegang saham lainnya. Akhirnya kepemilikan saham oleh manajer lebih dari 14,25-18,35%, nilai perusahaan meningkat kembali.

## PENUTUP

Penelitian ini menunjukkan hasil yang sama dengan peneliti sebelumnya yakni nilai perusahaan meningkat, menurun dan kemudian meningkat lagi seiring dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer. Hal ini berarti pada saat nilai perusahaan meningkat seiring dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer pada tingkat tertentu, manajer berusaha menyamakan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham lainnya (*alignment*). Hal ini ditunjukkan dengan kinerja perusahaan yang diukur dengan nilai perusahaan yang meningkat. Ketika manajer terus meningkatkan kepemilikan sahamnya sampai pada tingkat tertentu yang lebih tinggi, manajer merasa memiliki posisi yang kuat (*entrenchment*), sehingga berusaha lebih mengutamakan ke-

pentingannya sendiri dari kepentingan pemegang saham lainnya. Peningkatan kepemilikan saham oleh manajer yang lebih tinggi lagi menyebabkan nilai perusahaan kembali meningkat.

Walaupun hasil penelitian ini memiliki kecenderungan yang sama terhadap peningkatan dan penurunan nilai perusahaan seiring dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer, tapi perbedaan dengan penelitian sebelumnya terletak pada tingkat kepemilikan saham oleh manajer yang menyebabkan nilai perusahaan mencapai titik tertinggi dan nilai terendah.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ang J. S., R. A., Cole, dan J. W. Lin. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*. 55. No. 1. February.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1996. Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework. *Journal of Banking and Finance*, 20. 1135-1159.

- Cho M. H. 1998. Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**. 47. 103 – 121.
- Demsetz H. dan K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**. 93 (6)
- Faccio M., dan M. A. Lasfer. 1999. **Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: the UK Evidence**. Working Paper.
- Jensen M. C., dan W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. 3. No. 4. 305 – 360.
- McConnell J. J., dan H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. **Journal of Financial Economics**. 27. 595 – 612.
- Morck R., Shleifer A., dan R. W. Vishny. 1986. **Managerial Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis**. Working Paper No. 2055. NEBR Working Paper Series.
- Short H., dan K. Keasey 1999. Managerial Ownership and the Performance of the Firm: Evidence from the UK. **Journal of Corporate Finance**. 5. 79 – 101.
- World Bank. 1998. **East Asia: The Road to Recovery**. Washington DC. World Bank.